Modelos de tarifas de negociación y su impacto en el comportamiento de los intermediarios. Marzo 2014.

IOSCO ha publicado recientemente su informe final sobre el **modelo de tarifas de negociación y su impacto en el comportamiento de los intermediarios** que ofrece un panorama completo de las tarifas, modelos de tarifas y de su influencia en la actuación comercial de los intermediarios en distintas jurisdicciones.
Durante los últimos años, muchos reguladores de valores en distintas jurisdicciones han introducido marcos regulatorios para fomentar la competencia entre las distintas plataformas de negociación (Bolsas de valores, sistemas multilaterles de negociación). Los avances tecnológicos han desempeñado un papel fundamental en la mejora de la competencia al reducir el coste del establecimiento de las plataformas y facilitar el acceso a la liquidez.

La realidad actual es que la negociación o intermediación está ahora fragmentada en múltiples plataformas de negociación que compiten entre sí, tanto dentro de una jurisdicción como entre distintas jurisdicciones. La mayor competencia tiene lugar a través de distintos sistemas de negociación, tecnología, modelos de mercado y tarifas de intermediación y proporciona a inversores e intermediarios mayores posibilidades de elección.

Para conocer los modelos de tarifas que se están utilizando en la actualidad y los enfoques adoptados por los distintos reguladores en este contexto competitivo, IOSCO distribuyó un breve cuestionario entre los reguladores y las plataformas de negociación de las distintas jurisdicciones. El cuestionario incluía preguntas sobre: los tipos de modelos de tarifas utilizados, la regulación de las tarifas y los modelos de tarifas, y el trabajo realizado para identificar los impactos potenciales o reales de los modelos de tarifas. veintidós jurisdicciones respondieron a la encuesta. Aproximadamente setenta plataformas de negociación, o bien respondieron directamente o bien sus opiniones se reflejaron en las respuestas proporcionadas por los reguladores.

El informe final expone un resumen de las respuestas recibidas y de los datos obtenidos **(*Key findings*)** sobre las distintas partes de la encuesta. En las jurisdicciones donde existe competencia se ha constatado una disminución de las tarifas, cambios en los modelos y el establecimiento de distintas tarifas para incentivar la liquidez del mercado.

Se describen cuatro modelos de tarifas de negociación sin que exista un modelo predominante.Por su parte, la estructura de las tarifas de negociación y los modelos contienen incentivos en forma de rebajas o descuentos con el fin de atraer el flujo de órdenes o aumentar el volumen de operaciones y, a menudo, premian a los participantes que proporcionan liquidez al mercado.

El informe indica que, de los datos recogidos no se obtiene una evidencia clara para que IOSCO pueda sacar **conclusiones** definitivas sobre el impacto o efecto de las tarifas o modelos de tarifas en las conductas comerciales de los intermediarios que le permitan proponer recomendaciones o principios. No obstante, el proceso ha resultado útil para conocer la estructura de los modelos de tarifas, su uso a nivel mundial, el grado en que están involucrados los reguladores y, en muchos casos, las normas en base a las que los reguladores realizan la supervisión de dichas tarifas. Las conclusiones obtenidas deberán ser tenidas en cuenta por las jurisdicciones en las que sea necesario regular algunos de estos aspectos.

Contexto del mercado: competencia y normativa en las distintas jurisdicciones.
Como se ha indicado más arriba, en las jurisdicciones donde existe competencia (Europa, Australia, Japón, EE.UU. y Canadá) ha habido una disminución de las tarifas, un cambio en los modelos (por ejemplo, no se utiliza el modelo de tarifas simétrico), así como una diferenciación entre -o dentro- de las plataformas de negociación entre tarifas que incentivan la liquidez, y/o el establecimiento de otras distintas para diferentes tipos de valores u operaciones.

En dos jurisdicciones se prohíbe la ejecución de órdenes que sean inferiores a otras órdenes en pantalla. La mayoría de jurisdicciones tienen requisitos de mejor ejecución que requieren, como mínimo, la toma en

consideración de algunas plataformas que pueden ofrecer mejores precios. Las limitaciones que imponen los reguladores, por lo general, no prohíben los descuentos, las tarifas "a medida", o la diferencia entre tarifas aplicables a los miembros/no miembros o a las distintas clases de miembros (por ejemplo, a *market makers*).

Descripción de los modelos de tarifas de negociación y tarifas de negociación.

Los modelos de tarifas/precios descritos en la encuesta son: 1) proveedor-tomador (*maker-taker*): el proveedor de liquidez (*maker*) recibe un descuento y el tomador de la liquidez (*taker)* paga una tarifa o comisión; 2) invertido proveedor-tomador (*inverted maker-taker)*: el proveedor de liquidez *(maker*) paga una tarifa y el tomador de la liquidez (*take*r) recibe el descuento; 3) simétrico: tanto la parte activa (proveedor de liquidez) como la parte pasiva (tomador de liquidez) de una transacción pagan la misma comisión; y 4) asimétrico: tanto la parte activa (proveedor de liquidez) como la parte pasiva (tomador de liquidez) de una transacción pagan una comisión, pero esta comisión no es la misma.

No hay un modelo de tarifa predominante. Además, muchas plataformas de negociación utilizan más de un tipo de modelo de tarifa. Aproximadamente el 80 % utilizan un modelo de tarifa simétrico, el 70% utilizan un modelo de tarifa asimétrico, y el 20 % utiliza un modelo *maker-taker* o *inverted maker-taker*. Los modelos *maker-taker e inverted maker-taker*, que fueron utilizados por primera vez en 2006 en América del Norte y en 2010 en Europa, se aplican a transacciones sobre acciones. En los mercados de derivados, se utilizan los modelos de precios simétricos. Independientemente del modelo, las tarifas se aplican normalmente sobre transacciones y no sobre órdenes, y se suelen calcular sobre el valor en bolsa para la renta variable. En los derivados, la tarifa consiste normalmente en un importe fijado en el contrato.

Los incentivos y efectos de los modelos y de las tarifas: beneficiarios.

Diversas jurisdicciones manifestaron su preocupación por los posibles conflictos de interés que los incentivos pueden crear con el consiguiente posible perjuicio del principio de mejor ejecución para su cliente. Otros posibles factores para incentivar la negociación son: la estructura del mercado, el grado de fragmentación, la calidad del mercado (ya sea en términos generales o en términos de la calidad de ejecución en una plataforma de negociación), los requisitos reglamentarios, tecnología y otras ofertas de servicios auxiliares.

En las jurisdicciones con un modelo *maker-taker* o asimétrico, donde el proveedor de liquidez recibe un descuento o existen incentivos por volumen, se ha producido un aumento en el volumen de operaciones, el estrechamiento de los diferenciales entre los precios de compra y venta de los productos financieros negociados, y una mayor liquidez. Respecto a la formación de precios, no existe consenso sobre si los incentivos son potencialmente perjudiciales para el proceso de formación de precios ni sobre su impacto en la volatilidad de los precios. El tipo y grado del impacto de los incentivos en los inversores no es claro y depende de que el beneficio sea repercutido desde el intermediario lo que, según la encuesta, no es usual.

Competencia

La existencia de múltiples plataformas de negociación y la competencia entre ellas han tenido un claro impacto en el nivel y la estructura de las tarifas y los modelos. Los modelos de tarifas se han apartado del modelo simétrico y se han acercado a estructuras más multifacéticas en las que existen incentivos (descuentos) a favor de los proveedores de liquidez al mercado. El informe considera que es necesario equilibrar los beneficios que producen los incentivos con el potencial riesgo de alterar la formación de precios. También puede producirse un potencial conflicto de interés si, cuando se elige una plataforma, el intermediario opta por reducir costes (descuentos) y su elección no es consistente con la mejor ejecución en interés del cliente.

Regulación de tarifas y modelos de tarifas.

Algunos reguladores aprueban directamente las tarifas y modelos de las plataformas de negociación pero pocos están involucrados en la fijación de tarifas o los modelos. Sin embargo, la mayoría sí revisan las tarifas de las plataformas y, en mayor medida, de las bolsas para ver si éstas son abusivas o indebidamente discriminatorias. La mayoría de las jurisdicciones consideran que es discriminatoria si restringe injustificadamente el acceso y/o discrimina a una clase particular de participante en el mercado.

Las tarifas son por lo general públicas, sobre todo en los mercados regulados, ya por requerimiento legal o por la práctica de la industria. La transparencia permite a los inversores conocer las tarifas y los descuentos aplicables.

Si usted quiere leer el texto completo del informe, por favor, haga click en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD430.pdf